

Università Bocconi
Laboratorio per la Comunicazione Economica e Finanziaria - LACEF

INFORMAZIONE, POLITICA ECONOMICA, SISTEMA FINANZIARIO

Milano, 26 febbraio 1990

Non nascondo che, quando mi sono accinto a preparare questa conferenza, ho avuto un momento di perplessità sul modo di affrontare il tema affidatomi.

Il termine "informazione" abbraccia il dato elementare, l'insieme degli elementi conoscitivi su una determinata materia, il loro sistematico ordinamento, la loro elaborazione e diffusione. Il suo significato investe aspetti numerosi e complessi di ordine sociale, giuridico, economico.

La latitudine del termine, e del concetto, trova conferma nella prosa rigorosa con cui Bruno de Finetti ha illustrato il carattere "relativo" della probabilità. Egli chiarisce come ogni notizia nuova modifichi, presso ciascuno di noi, i delicati rapporti interni alla triade "certo-impossibile-incerto": "La valutazione di probabilità non solo si deve riferire ad un evento (in senso specifico), ma dipende anche dall'insieme variabile di circostanze ritenute rilevanti rispetto al suo verificarsi, note al momento (e, in genere, varianti di momento in momento). In altri termini, e più precisamente, essa varia col nostro stato d'informazione, continuamente suscettibile di arricchirsi col flusso di nuove informazioni" (B. de Finetti, "La logica dell'incerto", Il Saggiatore, Milano 1989, p. 164).

Sebbene avessi presenti, oltre al discrimine fra economia e prasseologia, gli altri due termini del titolo

della conferenza - "politica economica" e "sistema finanziario" - trovavo difficoltà nel collocare i "paletti" di confine al mio intervento; operazione questa che, per inveterata abitudine, è per me condizionante al prendere la penna in mano.

Ho allora riletto con attenzione il cortese invito rivoltomi dal Presidente del Senato, sen. Giovanni Spadolini, nella sua qualità di Presidente della "Bocconi". Questa conferenza segna l'inizio dell'attività di un "laboratorio per la comunicazione economica e finanziaria", di un'iniziativa che nasce per dare risposta a un'esigenza: far chiarezza sui rapporti fra informazione ed economia e finanza, attraverso una serie di studi teorici, di indagini empiriche, di seminari di approfondimento.

Ho visto quindi nella difficoltà che avvertivo nell'affrontare l'argomento la riprova dell'importanza dell'iniziativa della Bocconi, della sua validità.

Non posso altresì astenermi dal ricordare, a Voi e a me stesso, la mia estrazione professionale: la preferenza per alcuni temi, l'omissione di altri, necessariamente riflettono la mia appartenenza, totale in quanto durata una intera vita, alla professione del banchiere centrale.

Avrebbe contraddetto questa mia professione e,

aggiungo, la mia stessa natura, il tentativo, pur giustificato dall'intendimento di una maggiore completezza della trattazione, di coprire aspetti attinenti a discipline che non ho coltivato: i "vuoti" che avvertirete nella mia esposizione non sono quindi da interpretare come scelte deliberate, ma come inevitabile conseguenza di un "difetto" conoscitivo, e della consapevolezza di esso, da parte di chi Vi parla.

Informazione e politica economica

L'interesse tardivo della teoria economica verso il tema dell'informazione si spiega con il convincimento, già presente nell'opera di Adam Smith, secondo cui una funzione basilare del mercato consiste proprio nel generare informazione spontaneamente e al meglio. Una ideale economia di mercato raggiunge la sua armonia senza l'intervento di un'autorità centrale, attraverso l'agire di individui guidati solo dal proprio interesse: i soggetti dispongono di informazioni diverse che, anche se non trasmesse esplicitamente, si riflettono nei prezzi che divengono segnali di un efficiente sistema di comunicazione.

Questa è soltanto una schematizzazione, utile come punto di partenza, per una indagine sulle carenze di un sistema di informazione basato esclusivamente sul mercato, indagine che la teoria economica più e meno recente ha svilup-

pato, ma non concluso.

Sul piano della microeconomia tale schematizzazione è stata superata dallo stesso filone di pensiero neoclassico che, con l'analisi delle situazioni di "moral hazard" e di "adverse selection", considera l'informazione un bene scarso e non uniformemente distribuito tra gli agenti economici. Questo campo di indagine, a prima vista astratto e con limitate applicazioni a una realtà assicurativa, in cui l'assicurato tende a nascondere alcuni elementi informativi all'assicuratore, ha acquisito in tempi recenti speciale importanza nel campo dell'economia bancaria e finanziaria.

Sul piano macroeconomico gli sviluppi nella teoria dell'informazione hanno avuto profonde conseguenze sul modo di intendere, e di valutare, gli effetti della politica monetaria. In particolare, l'ipotesi di aspettative razionali ha posto in discussione l'impostazione e la validità stessa del governo della moneta con finalità anticicliche. Le critiche iniziali a questa ipotesi non ne hanno impedito la diffusione, dovuta anche al fatto, molto attraente per l'economista, che essa si ispira al principio generale di razionalità.

Nella sua versione radicale questa teoria esclude l'efficacia della politica monetaria anche nel breve periodo, e suggerisce l'abbandono di ogni azione discrezionale. Lungi dal ridurre l'ampiezza delle fluttuazioni, la discrezionalità

dell'intervento delle autorità monetarie creerebbe interferenze nei segnali dati al mercato, ostacolando l'equilibrio economico generale. La teoria distingue nella politica monetaria una componente sistematica e una componente inattesa dagli operatori economici. La prima sarebbe prevedibile da parte di ognuno e diverrebbe un ulteriore elemento informativo, di cui si tiene conto nella formazione delle aspettative di prezzo. Le scelte degli individui sconterebbero le conseguenze della politica monetaria sul livello dei prezzi, vanificandone gli effetti sul prodotto nazionale e sull'occupazione. Soltanto le misure non attese di politica monetaria, costituendo una "sorpresa" per gli operatori economici, produrrebbero effetti.

Per l'economista il banco di prova di ogni teoria consiste nella capacità di questa di dar ragione della realtà effettuale. L'evidenza storico-empirica non suffraga la tesi secondo cui la politica monetaria non avrebbe alcun effetto reale. Negli schemi analitici incentrati sulle aspettative razionali, si presume una capacità di utilizzo delle informazioni molto più ampia di quanto la comune osservazione non suggerisca. Per ottenere risultati più conformi ai fatti, i costruttori di questi modelli hanno dovuto introdurre delle imperfezioni nel modo in cui l'informazione è acquisita e trasmessa: per esempio, la supposizione che i soggetti confondano le variazioni nel livello generale dei prezzi con i mutamenti nel prezzo relativo del bene o servizio da essi

prodotto.

Un'analoga carenza nel meccanismo di diffusione dell'informazione è ipotizzata da John Stuart Mill negli Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy, ed è alla base della teoria classica del ciclo; essa è stata ora "riscoperta" dai cultori delle aspettative razionali. Nell'odierna realtà, tuttavia, la disponibilità dei dati e delle statistiche, soprattutto riguardo ai tempi di diffusione, è ben maggiore che nel XIX secolo, destituendo di valore euristico il ricorso a questa supposizione. Ancor più, nei modelli con aspettative razionali l'insieme delle informazioni non comprende solo i dati, ma si estende al "modus operandi" dell'economia. Sulla fondatezza di questa ipotesi e sulla rispondenza dei relativi modelli si appunta sempre più la critica. Sugli stessi mercati dei cambi, dove avvengono giornalmente transazioni per valori superiori a 500 miliardi di dollari, gli operatori, benché usino efficientemente l'ampia informazione disponibile, non di rado colgono con ritardo i mutamenti fondamentali nelle relazioni che legano i comportamenti alle variabili economiche rilevanti, incorrendo in errori di previsione.

Anche senza presumere che il policy-maker si trovi, rispetto agli altri operatori economici, in una posizione di vantaggio dal punto di vista dell'informazione, è la stessa realtà fattuale a porre in dubbio i principali risultati

proposti dalla scuola delle aspettative razionali, primo fra tutti quello della inefficacia della politica monetaria nel breve termine. La regolazione ciclica dell'economia resta affidata alla capacità dei responsabili di compiere scelte adeguate alle situazioni che di volta in volta occorre fronteggiare.

Implicazione importante dell'assunto della razionalità delle attese è che un programma antinflazionistico d'urto, concentrato nel tempo, credibile, operando attraverso il rapido adeguarsi delle aspettative, renda minimo il costo della disinflazione in termini di prodotto e di occupazione. La prescrizione opposta, di una linea di gradualismo, si fonda invece sulla consapevolezza delle rigidità istituzionali e degli effetti recessivi dovuti alla difficoltà del sistema di adattarsi prontamente al mutato indirizzo della politica monetaria.

Gli anni ottanta hanno offerto un'occasione di verifica delle due ipotesi a confronto, quella della immediatezza e quella del gradualismo. L'indirizzo della politica economica nei maggiori paesi occidentali è stato ovunque volto a ribaltare le tendenze del decennio precedente, segnato da tassi d'inflazione elevati. L'impostazione seguita è stata tuttavia diversa da paese a paese. L'analisi dei fatti non è, "prima facie", favorevole a un programma di stabilizzazione ispirato alla immediatezza. Sia nel Regno Unito sia negli

Stati Uniti vi ha corrisposto un abbassamento dell'inflazione, ma anche un incremento significativo della disoccupazione. Sembra difficile attribuire questi risultati alla mancanza di credibilità del piano di rientro, dato l'impegno e la natura delle forze politiche che lo sostenevano. La debolezza dello schema teorico sottostante alla terapia d'urto sembra trovare conferma, "a contrario", in almeno alcuni dei paesi, fra i quali l'Italia, che hanno attuato una stabilizzazione più graduale, con minori costi in termini di prodotto e di occupazione.

Il complesso di queste considerazioni appare ancor più opportuno alla luce della recente rivoluzione tecnologica, che ha reso straordinariamente più rapide che in passato l'acquisizione, l'analisi e la diffusione dell'informazione. La sua elaborazione con l'impiego dei modelli econometrici ha conosciuto un'evoluzione altrettanto intensa. Non vi è dubbio che oggi le decisioni di politica economica si avvalgono di un corredo informativo ben più ricco che in passato. Ciò non riduce la responsabilità nella manovra degli strumenti di intervento: l'accettare o meno i suggerimenti che derivano da queste pur raffinate costruzioni basate sulla analisi di una realtà già vissuta è decisione soltanto nostra, è parte del nostro libero arbitrio. Si può certo esercitare la funzione volitiva, fondamento del principio di responsabilità, dando delega a un modello o ad altra rappresentazione meccanic-

stica; ma ciò, a mio avviso, sarebbe errato sotto un profilo operativo e, potendo dar luogo a comportamenti collettivi, costituirebbe fonte potenziale di grave instabilità.

Informazione e mercati finanziari: la funzione degli intermediari.

Nell'attività finanziaria la centralità dell'informazione nel determinare l'essenza stessa dei fatti economici è particolarmente evidente. Ben più dei beni reali, i prodotti finanziari, per poter essere scambiati, devono essere definiti: ciò implica l'acquisizione di una serie di informazioni sulle prestazioni a cui danno diritto e sulle condizioni di fruibilità. Inoltre, l'elemento di promessa di un adempimento futuro, in essi implicito, rende essenziale la conoscenza delle caratteristiche soggettive di chi li "produce".

Ne deriva che le norme e le istituzioni a cui è affidata l'attività finanziaria - mercati, intermediari, regole di comportamento, agenzie pubbliche - debbano essere fondamentalmente volte ad assicurare ai soggetti interessati informazioni adeguate. Le stesse modalità di svolgimento delle transazioni, dallo scambio diretto di titoli fra operatori all'attività delle diverse categorie di intermediari, differiscono principalmente in ragione del grado di disponibilità delle informazioni a esse inerenti e assumono anche la

natura di risposte istituzionali al problema dell'informazione.

Nell'ambito dei mercati finanziari, l'esigenza di assicurare agli operatori una informazione adeguata si esplica in una varietà di soluzioni: dai meccanismi per la formazione e la quotazione dei prezzi alle regole sulla trasparenza, dalle società di "rating" e di certificazione agli organi di supervisione e controllo, alle attività di analisi e di consulenza.

Per quanto perfezionati, i meccanismi dei mercati finanziari non riescono tuttavia a offrire sempre soluzioni complete. L'efficienza allocativa richiede allora il ricorso a intermediari, le cui diverse specializzazioni sono altrettante soluzioni di problemi informativi.

Agli intermediari creditizi è demandata la funzione di generare, a costi accettabili, informazioni sufficienti sulla situazione economica dell'impresa da finanziare. L'intermediario creditizio si pone nei confronti del risparmiatore in un rapporto che è sostanzialmente di delega, nel valutare e seguire l'impresa affidata. Questa, d'altra parte, trova nel comportamento dell'intermediario creditizio un riserbo sui propri piani di produzione e di investimento, al quale dovrebbe rinunciare se ricorresse direttamente al mercato.

Naturalmente l'approccio dell'informazione è solo uno dei modi attraverso cui riguardare la funzione delle banche, di teorizzarne la ragion d'essere. Le motivazioni che inducono il risparmiatore a delegare l'amministrazione dei suoi averi vanno ben oltre le carenze informative: nascono dall'esigenza di conservare in modo sicuro e in forma liquida il proprio risparmio, si estendono alle economie di scala, alla efficienza nei pagamenti, al contenimento del rischio attraverso la diversificazione del portafoglio, alla complementarità fra servizi diversi.

L'informazione sulle imprese generata dagli intermediari creditizi, a differenza di quella prodotta dai mercati, alla quale va data la massima pubblicità, è per sua natura riservata. Mercati e intermediari, trasparenza e riservatezza non sono alternative radicali, ma soluzioni complementari, per una realtà complessa.

Tra le due posizioni estreme, che i mercati mobiliari e gli intermediari creditizi occupano sul fronte dell'informazione, esiste, e tende ad allargarsi, una gamma di intermediari finanziari, che in vario modo colmano o compensano manchevolezze e imperfezioni di natura informativa. Questi vanno dai fondi comuni, i quali trasformano titoli emessi dalle imprese in titoli propri, offrendo ai risparmiatori vantaggi di conoscenze specialistiche e di diversi-

ficazione, alle banche di investimento.

In generale si assiste ovunque a un aumento delle funzioni specialistiche nei mercati finanziari e a una diminuzione della quota dei finanziamenti sotto forma di crediti non negoziabili. La tendenza è interpretabile come un arricchimento dell'economia dell'informazione; cresce la parte dei finanziamenti che è negoziabile sul mercato, ma con interventi di intermediari specializzati: nella progettazione delle operazioni finanziarie, nella ricerca dei sottoscrittori, nell'aggiunta di contratti derivati che operano una trasformazione economica, nel "rating", nella consulenza all'investimento, nella gestione di portafogli. Gli interventi degli intermediari diventano più mirati e corrispondono meglio alle diverse esigenze; si riduce l'incidenza del costo dell'intermediazione rispetto al valore aggiunto. Tutto questo arricchimento dell'informazione restringe, ma non elimina, l'area del risparmio la cui gestione viene delegata.

Informazione e regolamentazione dell'attività finanziaria.

La pur copiosa varietà di intermediari, che i mercati hanno generato per gestire e accrescere la disponibilità di informazioni, non risolve in modo completo il problema delle asimmetrie informative né, da sola, assicura un equilibrio ottimale per l'efficiente allocazione delle

risorse. Una soluzione stabile del problema richiede anche il ricorso a forme di regolamentazione.

Per chiarire le finalità della regolamentazione conviene continuare a riferirsi ai due casi estremi di collegamento informativo fra imprese e risparmiatori, incentrati rispettivamente sui mercati mobiliari e sugli intermediari creditizi.

Nei mercati mobiliari occorre una disciplina che assicuri agli operatori la disponibilità di informazioni quantitativamente adeguate, uniformi, comparabili, verificate, sui singoli prodotti e sui loro emittenti. Altre regole, di comportamento degli operatori, come quelle sulle offerte pubbliche o sull'"insider trading", mirano a mantenere l'effettiva unicità del mercato e dei prezzi. Altre ancora, di carattere più tecnico-operativo, disciplinano il modo in cui si eseguono le transazioni e l'accesso alle stesse.

Per gli intermediari creditizi la regolamentazione deve essenzialmente essere orientata a superare il limite nascente dalla non conoscibilità esterna del valore dei loro crediti. La presenza di una banca centrale, pronta a sovvenire gli intermediari illiquidi; la costituzione di forme di parziale garanzia dei depositi, che minimizzino il rischio di crisi di fiducia; la vigilanza sugli intermediari, affinché essi non assumano rischi eccessivi, rappresentano le forme di

regolamentazione più utilizzate.

Anche tra intermediario e supervisore si pone un problema di asimmetria informativa. Le conoscenze dell'intermediario sui propri crediti sono necessariamente diverse da quelle che può acquisire il supervisore. La vigilanza cartolare non può giungere a valutare i fidi; gli stessi poteri di ispezione incontrano un limite nell'impossibilità di accertare che la documentazione accessibile contenga tutte le informazioni possedute da chi ha erogato il credito. D'altra parte, perchè un sistema incentrato sugli intermediari possa funzionare efficientemente, non è necessario che dalla loro attività sia eliminato ogni rischio; è sufficiente che sia contenuta la rischiosità insita nella loro funzione.

I due modelli di regolamentazione dell'attività finanziaria, che possiamo definire di trasparenza e di vigilanza, vanno poi variamente combinati nell'applicazione alla gamma degli operatori finanziari. Per gli intermediari creditizi il modello fondamentale non può che essere quello di vigilanza; tuttavia il ricorso alla trasparenza è anch'esso necessario per favorire il dispiegarsi della concorrenza e consentire il controllo del mercato sulle singole istituzioni; va mantenuto entro limiti che non mettano in forse l'equilibrio fiduciario e quindi la stabilità.

Per gli operatori finanziari, che operano inve-

stendo prevalentemente in titoli negoziabili, sono invece le regole di trasparenza quelle che, consentendo di valutare la politica di investimenti attuata, danno al risparmiatore la possibilità di controllare l'uso che viene fatto delle proprie disponibilità. Tuttavia, anche in questo settore forme di vigilanza prudenziale sono in generale utili, perchè proteggono i risparmiatori individuali che hanno maggiore difficoltà nel reperimento dell'informazione; si tratterà, oltre che di specializzare le forme di intermediazione, di graduare la regolamentazione, in funzione del tipo di clientela.

E' opportuno non dimenticare che le discipline di trasparenza o di vigilanza da applicare all'attività finanziaria non sono un obiettivo in sé, sono strumenti per un fine: strumenti che non solo hanno costi operativi tutt'altro che irrilevanti, pur se generalmente trascurati nelle analisi, ma che possono anche, se applicati in modo inappropriato, determinare distorsioni. Già di per sé la vigilanza sugli intermediari, dovendo in larga misura operare con regole semplici e generali, di necessità vincola le scelte dei singoli imprenditori della banca e della finanza; un eccesso di regolamentazione può allontanare dall'uso più appropriato delle risorse e influire sui comportamenti degli operatori, non sempre in direzione dell'efficienza. Occorre quindi un utilizzo attento e discreto della regolamentazione, fondato su un'analisi dei complessi modi di operare dell'intermediazione finanziaria.

L'attività legislativa in campo finanziario

Queste considerazioni, anche se basate su schemi teorici del tutto generali, hanno rilevanza per il riassetto della normativa sull'attività finanziaria che è stato avviato in Italia. E' infatti possibile una lettura delle esigenze di riforma in chiave di economia dell'informazione. L'esercizio è tanto più utile in quanto di ampiezza e rilievo considerevoli sono le innovazioni normative da introdurre.

Invero una vasta revisione della disciplina prudenziale delle istituzioni creditizie è già stata compiuta per via amministrativa, valorizzando la flessibilità dell'impianto normativo della legge bancaria del 1936; è stato possibile così assecondare e indirizzare le profonde mutazioni degli ultimi anni nel modo di operare degli intermediari. Lo stesso sistema bancario ha contribuito, con l'autoregolamentazione, a trovare risposte pragmatiche alle esigenze di innovazione dell'ordinamento; ne sono esempi il Fondo interbancario per la tutela dei depositi, le regole sulla trasparenza delle condizioni applicate alla clientela, la pubblicazione semestrale di informazioni standardizzate sulle condizioni delle banche.

L'evoluzione dei mercati finanziari richiede però

anche interventi legislativi, in particolare per estendere la disciplina prudenziale agli intermediari non bancari e ai gruppi creditizi. L'Italia, caso quasi unico fra i paesi industrializzati, è ancora priva di qualsiasi regolamentazione prudenziale degli intermediari non bancari; occorre una normativa, articolata e differenziata in relazione alle diversità delle funzioni svolte dagli intermediari. Occorre altresì una disciplina dei gruppi creditizi, che consenta valutazioni e regolamentazioni dei rischi, con riferimento all'intero gruppo finanziario in cui opera un ente creditizio e non con riferimento solo a quest'ultimo.

La risposta alla prima di queste esigenze, anche se limitata a una sola categoria di intermediari, è affidata al disegno di legge sulle società d'intermediazione mobiliare; la risposta alla seconda, al disegno di legge sulle banche pubbliche. Quest'ultimo prevede e disciplina la trasformazione in società per azioni delle banche pubbliche (istituti di credito di diritto pubblico e casse di risparmio), questione che non è di vigilanza prudenziale ma è a essa strettamente legata. La forma della società per azioni è infatti, pur essa, un tipico esempio di risposta istituzionale a un problema di delega fiduciaria, nel caso specifico fra partecipanti al capitale e amministratori di un'impresa. La banca, pubblica o privata che ne sia la proprietà, è impresa; perché possano operare sul mercato in condizioni di pari possibilità di concorrenza, tutte le banche devono poter assumere

struttura societaria.

Anche le norme sul controllo dell'acquisizione di partecipazioni rilevanti al capitale delle banche, contenute nel disegno di legge antimonopolio, sono legate al tema della stabilità degli intermediari e dell'informazione. Insieme con la regolamentazione, già esistente, delle attività esercitabili dagli intermediari creditizi e delle partecipazioni da essi detenibili, dette norme attuano una separazione fra l'attività di intermediazione finanziaria e le altre attività economiche. La separazione ha finalità di riduzione dei rischi dell'attività bancaria, analoghe a quelle delle altre regole di vigilanza prudenziale. Se ne differenzia per il fatto di agire impedendo situazioni di conflitto di interessi che generano rischi, anziché misurando e limitando questi ultimi. La scelta dell'una o dell'altra categoria di strumenti è fondata sul principio che vuole sia preferibile applicare regole di tipo inibitorio o impositivo quando risulti particolarmente elevato il costo dell'accertamento, da parte dell'autorità di controllo, della rispondenza dell'attività ai criteri di interesse generale; regole che agiscono da incentivi sui comportamenti, quali i coefficienti patrimoniali per le banche, sono preferibili negli altri casi.

Quanto ai mercati finanziari, occorre sia arricchire le strutture operative sia rafforzare le regole di corretto comportamento. Nel primo campo, un notevole progresso è

stato compiuto con l'istituzione del sistema di quotazione telematica continua dei titoli di Stato, affidato a un gruppo di operatori qualificati: trattative bilaterali sono state sostituite dalla centralizzazione di domanda e offerta, con conseguente unicità e trasparenza dei prezzi; sono state introdotte regole sull'esecuzione degli scambi; si sfruttano i grandi vantaggi operativi consentiti dalle nuove tecnologie. L'analogo progetto per i depositi interbancari prende proprio oggi l'avvio. Altri sviluppi importanti potranno riguardare il mercato telematico di Borsa, il mercato dei "futures", un'organizzazione del mercato dei cambi adeguata ai cambiamenti portati dalla liberalizzazione valutaria.

In materia di comportamenti degli operatori, occorrono interventi normativi a tutela della trasparenza, che migliorino l'efficienza, accrescendo la fiducia del pubblico nella correttezza e nell'integrità del mercato e quindi favorendo l'afflusso del risparmio. Sempre più si avverte nel nostro paese la mancanza di regole sulle offerte pubbliche di acquisto e sull'"insider trading".

Regole in materia di O.P.A. sono necessarie per far sì che le acquisizioni di pacchetti azionari importanti avvengano nel mercato, che il loro svolgimento sia conoscibile da tutti, che questa informazione sia incorporata nei prezzi del listino, garantendo i diritti delle minoranze.

Regole in materia di "insider trading" debbono mirare a trovare un equilibrio, invero non facile, tra il consentire che la ricerca di informazioni sia remunerativa e l'impedire, operando soprattutto in via preventiva, che sia remunerato lo sfruttamento di notizie ottenute grazie al privilegio della posizione professionale occupata. Siffatto sfruttamento non stimola il miglioramento dell'efficienza, danneggia anzi il mercato riducendo le aspettative di guadagno dei partecipanti non "insider". Un regime sanzionatorio più rigido dovrebbe in particolare applicarsi quando l'"insider" sia un intermediario professionale, a tutela del rapporto di delega fiduciaria con gli investitori, che è l'essenza della sua funzione economica.

Che l'asimmetria dell'informazione abbia da sempre suscitato profondi problemi etici è a noi ricordato da Cicerone nel libro terzo del "De officiis", dedicato al "contrasto dell'utile con l'onesto", laddove configura il caso del commerciante giunto a Rodi, in un periodo di carestia, con una nave carica di grano. Egli è a conoscenza che altre navi, anch'esse cariche di grano, sono in navigazione alla volta di Rodi. Deve il commerciante - si domanda Cicerone - rivelare ciò agli abitanti di Rodi, o può tacere per vendere la sua merce al prezzo più alto possibile? Cicerone, dopo aver prospettato, con dovizia di argomenti, le opposte posizioni attribuendole a filosofi partecipanti a un dialogo immaginario, non esita a esprimere il suo convincimento: il

nascondere l'informazione agli abitanti di Rodi significa violare il principio che vuole l'interesse collettivo prevalere su quello individuale. Se la conclusione tratta da Cicerone può a qualcuno non apparire del tutto congrua con il caso configurato, il principio affermato è analogo a quello che muove il legislatore di oggi in questo campo: che siano le norme, risultato della volontà collettiva, a guidare l'individuo, non soltanto la sua coscienza.

Molto rimane da fare per un assetto razionale della regolamentazione dell'attività finanziaria. Ma le esigenze sono chiaramente individuate, progetti esecutivi sono nella maggior parte dei casi già avviati. Il Parlamento ha mostrato grande sensibilità nel darsi carico della materia, comprendendone la importanza e la delicatezza. L'approvazione in tempi rapidi dei disegni di legge in discussione darà organicità a una regolamentazione che oggi è incompleta e asimmetrica.

* * *

La impostazione che ho dato al mio intervento, di necessità incentrato sulla teoria economica dell'informazione, non deve far pensare che questo punto di vista sia unico e unificante. E tuttavia non è dato individuare settore di rilievo della vita del nostro paese che non sia oggetto di una sempre più pressante domanda di informazione. Il dibatt-

tito che ne segue, sia negli ambienti professionalmente qualificati sia presso la pubblica opinione, assume accenti di particolare vivacità, a conferma della rilevanza dei principi che evoca, degli interessi materiali e immateriali che coinvolge.

L'argomento non conosce confini di specifiche discipline. In politica, in ogni branca del diritto - ma in modo precipuo nel diritto delle società, della Borsa e dei mercati mobiliari - in economia, nel più vasto ambito culturale, l'aspirazione a essere informati in modo ampio e corretto si fa sempre più decisa e imperiosa.

Il diritto all'informazione è componente fondamentale della libertà economica: la possibilità di scegliere, di decidere perde di contenuto sostanziale, se manca la disponibilità di elementi conoscitivi sull'oggetto della scelta, della decisione. L'operatore economico necessita di informazioni non solo nel suo campo specifico, ma anche sugli altri aspetti della vita civile; i collegamenti fra i vari settori della società sono così stretti che avvenimenti politici o sociali influenzano fortemente il mondo dell'economia.

Come è per tutti i diritti e le libertà, l'esercizio di quelli concernenti l'informazione può collidere con altri valori, non identificabili soltanto con il diritto alla riservatezza individuale, ma riconducibili a esigenze collet-

tive, dalla efficacia dell'azione amministrativa alla repressione della criminalità. Nasce da ciò la necessità che questi fondamentali diritti vengano disciplinati e sottoposti a limiti, con l'autoregolamentazione e con le leggi.

Un'informazione ampia, corretta, diffusa ha rilievo fondamentale nella crescita civile, prima ancora che economica, dell'individuo e della società. Si accompagna, e ne è condizione essenziale, al progresso dei sistemi pluralistici e democratici.